

STRATEJİ

İŞ GMYO (ISGYO.IS)

05 ŞUBAT 2003

Sektör	: Gayrimenkul Y.O	Halka Açıklık	: %34
Fiyat	: 790 TL	ISE-100	: 10,658
Piyasa Değeri	: \$ 114 milyon	US\$/TL	: 1,639,065
Hisse Adedi	: 235,690,000lot	Getiri* - ISE-100	: %3.3
Hedef Değer	: \$ 240.3 milyon	Getiri* - ISGYO	: -%2

*Yılbaşından bu güne kadar US\$ bazında

Şirket...

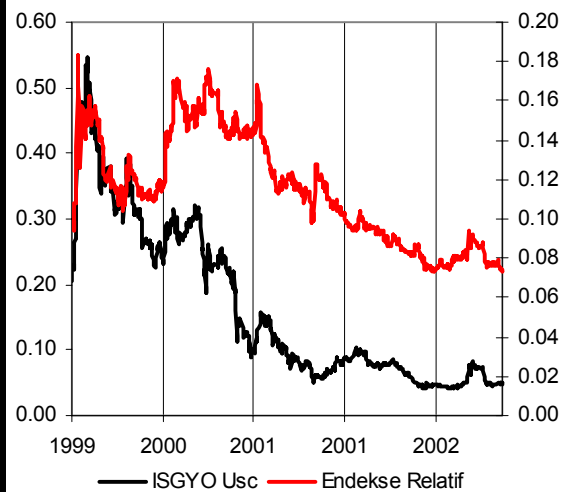
İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., her ikisi de 1998 yılında kurulmuş ve ayrı ayrı faaliyetlerini sürdüren İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'nin Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'nin tüm aktif ve pasifleri ile devralarak 6 Ağustos 1999 tarihinde gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi suretiyle kurulmuştur. Şirket'in portföyünde, T.İş Bankası A.Ş. Genel Müdürlük binası olarak kullanılacak olan büyük kule hariç, İstanbul İş Kuleleri'nde yer alan Kule-2 ve Kule-3, bu iki kuleyi birbirine bağlayan Kule Çarşısı Alışveriş Merkezi, bir ticari otopark, bu kulelere bitişik arsa, İş Bankası'nın önceki genel müdürlük binası olan Ankara İş Kulesi, Eczacıbaşı Holding'ten alınan 4.Levent'te 14,713 m² büyüklüğünde bir arsa, Maslak Binası, Tatilya Eğlence Merkezi, Seven Seas Oteli ve Solaris Plaza Alışveriş Merkezi'nden oluşmaktadır. Toplam olarak portföyün içerisinde, yaklaşık 200,000 m² büyüklüğünde kiralanabilir alan ve 37,040 m² lik proje geliştirmeye müsait alan bulunmaktadır. İş GYO'nun %61.68'i İş Bankasına ait olup kalan kısmın %34'ü borsada işlem görmektedir.

Finansal Veriler

Şirket portföyünün %89'u binalardan oluşmaktadır. Bu binaların İstanbul ve Ankara'nın önemli merkezlerinde bulunmaları ve bina kalitelerinin yüksek ve yeni binalar oluşu kira gelirlerinin düşmesini önlemektedir. Kiraya verilen ofislerin büyük bir kısmının A tipi ofis olmaları, bu ofislerin bir kısmının grup şirketleri tarafından kullanılması, diğer kısmının ise uluslararası firmalar tarafından kiralanması Şirket'e göreceli olarak avantaj sağlamakta ve kira gelirlerinde kriz nedeniyle oluşan baskıyı hafifletmektedir.

Şirket'in gelirlerinin tamamı kira gelirlerden oluşmaktadır. Bu nedenle ileriki dönemlerde de İş GYO'nun gelirlerinde büyük bir dalgalanma olmasını beklememekteyiz.

(Milyon US\$)	2002	2001	Değişim
Net Satışlar	20.88	19.56	6.8%
Brüt Kar	16.41	19.56	-16.1%
E. Faaliyet Karı	15.17	12.88	17.8%
FVAÖK	21.87	17.79	23.0%
Net Kar	20.26	16.58	22.2%
Stoklar	33.68	33.24	1.3%
Hazır Değerler+MK	15.95	10.78	48.0%
Kısa Vadeli Borç	0.00	0.10	-100.0%
Uzun Vadeli Borç	0.00	0.00	a.d
Ticari Alacaklar	0.07	0.12	-38.3%
Ticari Borçlar	0.18	0.02	751.6%
Özkaynaklar	312.06	220.85	41.3%
US\$/TL ort.	1,513,961	1,234,537	
US\$/TL dön.-sonu	1,647,654	1,446,510	
<i>a.d: Anlamsız Değer</i>			



İŞ GMYO 2002 Sonuçları

Satışlar... 2002 yılı içerisinde İş kulelerinden (Kule 2-3) elde edilen gelirlerin toplam satış gelirleri içerisindeki payı yaklaşık %57 olarak gerçekleşirken, Ankara İş kulesi %14 ile toplam içindeki ikinci en yüksek payı almıştır. 2001 yılında ise bu oranlar sırasıyla %64 ve %16 olarak gerçekleşmişti. Şirket 2002 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş.'den 2,234,842 mln TL, Anadolu Anonim Türk Sigorta A.Ş.'den 2,160,073 mln TL ve Anadolu Hayat Sigorta A.Ş.'den 1,755,574 mln TL olmak üzere ilişkili kuruluşlardan toplam 6,150,489 mln TL kira geliri elde etmiştir. Böylece Şirket 2002 yılı itibarıyla kira gelirlerinin yaklaşık %20'sini iştirak ve bağlı ortaklıklarından sağlamıştır.

(Milyon USD)	2001	2002	2003T	2004T
Net Satışlar	19.6	20.9	21.9	23.1
Brüt Kar	19.6	16.4	17.2	18.2
Faaliyet Karı	12.9	15.2	15.9	16.9
Vergi Öncesi Kar	16.6	20.3	22.9	23.6
FVAÖK	17.8	21.9	23.1	24.4
Net Kar	16.6	20.3	22.9	23.6
Fiyat/Satış	10.83	5.55	5.39	5.11
Fiyat/Kazanç	12.78	5.72	5.10	5.16
FD/FVAÖK	11.69	5.71	4.83	3.26
USD/TL Dönem sonu	1,446,510	1,647,654	2,090,873	2,404,504
USD/TL Ortalama	1,234,537	1,513,961	1,869,263	2,247,688

Şirket'in toplam satış gelirleri 2002 yılında bir önceki yıla göre dolar bazında %6.8 artarak USD20.9 milyon olarak gerçekleşmiştir.

2002 yılında satış gelirlerinin artmasının sebebi 2001 yılının ortasında portföye katılan Maslak Binası, Tatilya Eğlence Merkezi, Seven Seas Oteli ve Solaris Plaza'nın kira gelirlerinin 2001 yılının yalnızca son altı ayını kapsamasıdır. 2002 yılında ise bu gayrimenkullerden bütün bir yıl boyunca kira geliri elde edilmiştir.

İstanbul merkezi iş alanı içerisinde en çok talep gören ve İş Kulelerinin de içinde bulunduğu bölge olan Levent Bölgesi'nde geçtiğimiz iki yıl içerisinde yükselen boşluk oranları, son yapılan araştırmalara göre %3.34 oranında düşerek Ekim 2001 değerlerinin de altına inmiştir.

2001 yılının Ekim ayında yapılan araştırmalarda %13.27 oranı ile 48,576 m² olan boşluk miktarı, Haziran 2002 de %15.49'a (56,719 m²) ulaşmışken Kasım 2002 de %12.15 (44,479 m²) düzeylerine kadar gerilemiştir.

Önümüzdeki 4 sene içerisinde beklenen yaklaşık 96,000 m² lik yeni ofis arzı ile beraber 2006 senesine kadar Levent bölgesinde ofis boşluk oranlarının %8 - %10 seviyelerinde seyretmesi beklenmektedir.

Levent bölgesinde son aylarda boşluk oranlarının azalması kısmen ekonomik düzelme, kısmen de ofis kira değerlerinin düşmesi ile açıklanabilir. Geçtiğimiz sene içerisinde 16-17 USD/m²/ay olan Levent bölgesi kira değerleri şu anda ortalama olarak 15.72 USD/m²/ay dır.

Ekonomideki mevcut tahminlerin ışığında kısmen gerileyen kira değerlerinin önümüzdeki dönemde de brüt 15-16 USD/m²/ay aralığında seyredeceği tahmin edilmektedir. (Kaynak: Kuzey-Batı Gayrimenkul A.Ş)

Sektördeki aşırı daralmanın bu veriler ışığında bir miktar da olsa toparlanmaya girdiğini görülsede, halen sektörün içinde bulunduğu kötü koşullardan çıkmış olduğu söylemek için çok erken olduğunu düşünüyoruz. İş Kuleleri'nin A tipi ofis katlarına sahip olmasının da ötesinde kirada olan firmalar için bir prestij göstergesi olması, sektörde yukarıda bahsettiğimiz gibi %10'ların üstünde boşluk oranları yaşanırken, buradaki ofislerin doluluk oranının neredeyse %100'lere varmasındaki en önemli etkenlerden biri olduğunu söyleyebiliriz. Bu nedenle önümüzdeki yıllarda da İş Kuleleri'nin doluluk oranının düşmesini beklemiyoruz. Ancak mevcut ekonomik şartların kendisini fiyatlar üstünde olumsuz bir baskı olarak gösterdiği ve İstanbul ve Ankara İş Kulelerinden elde edilen gelirlerin 2002 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık olarak %5 oranında düştüğünü hesaplamaktayız.

Buna göre mevcut kiradaki firmaların dolara bağlı olan kira kontratlarından iki şekilde indirim talep edebileceklerini düşünüyoruz. Bunlardan ilki dolar kurunun belli bir tarihteki fiyatına sabitlenmesi; ikincisi ise

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

reel olarak m² fiyatların düşürülmesi şeklinde olabilir. Her ne kadar Şirket yetkilileri ile yaptığımız görüşmelerde sözleşmelerin 5 yıllık bir dönem için yapıldığı ve her yıl için %5 artış öngörüldüğü belirtilse de 2002 yılında kriz nedeniyle yukarıda bahsedilen yöntemlerden birinin yada ikisinin birlikte kullanıldığını düşünüyoruz.

(USD \$)	2001 T	2002 T	2003 T	2004 T	2005 T	2006 T
İş Kuleleri	12,576,078	11,947,274	12,670,084	13,569,660	13,976,750	14,675,587
İş Kulelesi Çarşısı	513,216	487,555	492,431	502,279	517,348	543,215
İş Kule Otoparkı	180,000	180,000	190,890	204,443	221,105	243,769
Ankara İş Kulesi	3,210,467	3,049,943	3,080,443	3,142,052	3,236,313	3,398,129
Petrol Ofisi Binası	1,008,000	1,641,600	1,740,917	1,864,522	2,016,480	2,223,170
Tatilya	441,036	418,984	423,174	431,638	444,587	466,816
Solaris Plaza	53,568	107,136	113,618	115,890	119,367	125,335
Seven Seas Otel	1,580,970	3,161,940	3,193,559	3,257,431	3,355,154	3,522,911
Toplam	19,563,335	20,994,433	21,968,455	22,987,155	24,054,566	25,173,069

Maliyetler... 2002 yılında satılan mal maliyetleri 4.5 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Maliyetler içerisinde normal amortisman+itfa ve tükenme payı (3 milyon USD), çeşitli işletme maliyetleri ve sigorta tutarları (ofis) vb. bulunmaktadır. 2002 yılından itibaren yeni bir yönetmelikle birlikte Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının alım satım karı veya kira geliri elde etmek amacıyla aktiflerinde bulundurdıkları gayrimenkullere ilişkin amortisman giderleri dahil katlanılan maliyetler "satışların maliyeti" hesabı içerisinde takip edilmektedir. Kira geliri elde etmek amacıyla Şirket aktiflerinde bulunan gayrimenkullere ait amortisman ve katlanılan diğer giderler satışların maliyeti içerisinde gösterilmektedir. 31 Aralık 2001 tarihi itibarıyla hazırlanmış olan mali tablolarında ise bu değişiklik yansıtılmamıştır. Eğer yukarıda anılan değişiklikler yapılmış olsaydı satılan malın maliyeti hesabı 2001 yılı sonunda 5,479,063 milyon TL (4.4 milyon USD) ve genel yönetim giderleri hesabı ise 2,776,170 milyon TL (2.2 milyon USD) olarak gerçekleşecekti. Bu durumda Şirket'in maliyetlerinde 2001 yılına göre çok küçük bir artış olduğu görülmektedir.

İş Gayrimenkul'ün genel yönetim giderleri 2002 yılında yaklaşık USD1 milyon dolar azalarak USD1.2 milyon'a düşmüştür. Satışlardaki artış ve genel yönetim giderlerindeki düşüş neticesinde Şirket'in FVAÖK'ı %23 artarak 21.9 milyon USD'ye yükselmiştir.

Aynı dönemde Şirket'in faaliyet dışı gelirleri %37 artarak 5.1 milyon USD'ye çıkmıştır. Faaliyet dışı gelirlerin büyük bir kısmı (%46) Şirket'in yıl boyunca ortalama olarak elinde bulundurduğu 5.2 milyon USD yabancı paradan elde edilmiştir. Diğer kısmı ise menkul kıymet satış karı (3,518,640 milyon TL) ve faiz gelirleridir (1,267,519 milyon TL).

Diğer taraftan Şirket'in Eczacıbaşı Holding'ten yabancı para cinsinden satın aldığı arsa nedeniyle oluşan 26,809,961 milyon TL tutarındaki kur farkı giderini stoklar içerisinde aktifleştirmiştir. Yılın ilk çeyreğinde ise dolar'ın değer kazanmasından ötürü yabancı para varlıklarından oluşan kur farkı zararı ise 674,942 milyon TL olarak gerçekleşmiş ve 2002 yılının tamamında 1,333,104 milyon TL kur farkı zararı oluşmuştur.

İŞ GMYO-Eczacıbaşı Ortak Projesi

Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile müşterek bir gayrimenkul projesi geliştirmek üzere Levent'teki arsa üzerinde, mevcut inşaat ruhsatı gereği kazı ve iksa çalışmaları ile birlikte mevcut projenin tadilat ve mimari tasarım çalışmaları sürdürülmektedir.

Şirket 24/10/2000 tarihinde Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş. tarafından 61.8 milyon USD olarak belirlenen Şişli'deki arsa için Eczacıbaşı Holding A.Ş.'ne ait %50 hissesinin 30 milyon USD bedelle satın alınmasına karar vermişti. Eczacıbaşı Holding'ten satın alınan arsanın ikinci taksit bedeli olan 8,775,000 USD 1 Temmuz 2002 tarihinde Eczacıbaşı Holding'e ödenmiştir. Arsanın ödemeleri aşağıdaki şekilde yapılmaktadır.

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

1. taksit	3,675,000 USD	1 Temmuz 2001
2. taksit	8,775,000 USD	1 Temmuz 2002
3. taksit	8,775,000 USD	1 Temmuz 2003
4. taksit	8,775,000 USD	1 Temmuz 2004

2002 yılının Temmuz ayında yapılan ikinci taksit ödemesiyle birlikte Şirket'in kalan 8,746 bin USD olan borcu diğer uzun vadeli borçlar hesabında görülmektedir. Yapılan bu son ödeme neticesinde Şirket'in uzun vadeli diğer boçları da %50.2 oranında azalmıştır.

Finansman gideri bulunmayan Şirket'in net karı 2002 yılında 2001 yılına göre %22.2 artarak 20.3 milyon USD'ye çıkmıştır.

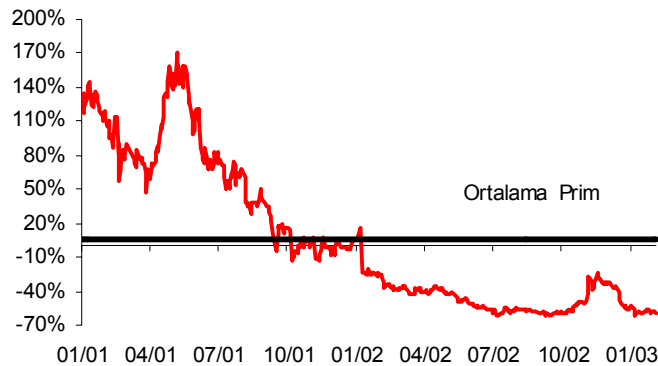
IMKB Performansı ve Değerleme

Değerleme yaparken üç farklı yöntem kullandık. Bunlardan ilki GYO Şirket'lerinin her ay sonu hazırladığı portföy tabloları ve bu tablolardan hesaplanan Net Aktif Değerleri üzerinden yaptığımız değerlendirme. (GYO Şirketleri portföylerinde bulundukları gayrimenkullerini her yıl sonunda ekspertiz firmalarınca değerlemeye tabi tutmak zorundadır). İkincisi Net Aktif Değerine göre yapılan tarihsel iskonto analizi (sektör karşılaştırması ile birlikte) ve son olarak İndirgenmiş Nakit Akım Analizidir.

31/12/2002 tarihli İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Portföy tablosuna göre Şirket'in sahibi olduğu gayrimenkullerin ekspertiz değerleri toplamı yaklaşık olarak 291.2 milyon US\$'dir (03/02/2003 kuruyula). Bu değere Şirket'in sahip olduğu hazır değerler (menkul kıymet+nakit) ve alacaklarını ekleyip borçlarını düştüğümüzde 278.6 milyon US\$ Net Aktif Değere ulaşıyoruz. Bulduğumuz bu değeri pay sayısına böldüğümüzde ise Paybaşına Net Altif Değer olan 1,948 TL çıkmaktadır. Şirket halihazırda 790 TL ile işlem görmektedir. Bu da Şirket'in 31/12/2002 tarihli NAD'ine göre %59.4 oranında iskontolu işlem gördüğü anlamına gelir (Bkz. Tablo: 4).

Ancak biz yukarıda hesaplanan mevcut iskonto oranının değerlendirme açısından doğru bir gösterge olduğu düşünmüyoruz. Bunun en önemli sebebi hesaplanan iskonto oranının geçmiş iskonto ve primleri gözardı etmesidir. Bu nedenle Şirket'in 2001 yılından bugüne kadar net aktif değer ve piyasa değerlerinin karşılaştırıldığı tarihsel iskonto tablosunu inceledik. Buna göre İş GMYO 2001 yılının başından bugüne ortalama %6 prim ile işlem görmektedir. Ancak Şirket'in ilk halka arz olduğu dönemde nispeten piyasa koşullarının iyi olması Şirket'in bu dönem içinde yüksek oranda primli işlem görmesine neden olmuş bu da tarihsel NAD ortalamasını yukarılara çekmiştir. Diğer taraftan GYO sektörünün 2001 yılından bugüne ortalama iskontosunu %48 olarak hesaplamaktayız (Bkz. Tablo: 5). Bu değerlere göre İş GMYO hem kendi tarihsel ortalamasının hemde sektör ortalamasının altında bir değerlendirme işlem görmektedir.

İŞ GMYO Tarihsel İskonto/Prim Tablosu



Kaynak: Strateji Menkul Değerler

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

Yapmış olduğumuz İNA analizi sonucunda Şirket'in değerini 240.3 milyon US\$ olarak hesaplamaktayız. Şirket halihazırda 114 milyon US\$'dan işlem görmekte olup %52 yükselme potansiyeli taşımaktadır.

Şirket yetkililerinden aldığımız bilgiler doğrultusunda toplam satış gelirlerindeki büyüme oranını %5 olarak kabul edip bunu 2002 yılından başlayarak 5 yıl için sabitledik (Bunun sonucunda Şirket'in 2002-2006 yılları arasında toplam USD 115 milyon yurt içi satış geliri elde edeceğini hesapladık). Diğer taraftan Şirket, Eczacıbaşı İlaç ve Sanayi Ticaret A.Ş. ile müşterek bir gayrimenkul projesi geliştirmek üzere 24 Ocak 2001 tarihinde alınan Levent'teki arsa üzerinde mevcut inşaat ruhsatı gereği kazı ve iksa çalışmalarına devam etmektedir. Şirket'ten İMKB'ye gönderilen açıklamada; "Değişen ekonomik koşullar ve trendlere bağlı olarak projenin revize edilmesi ihtiyacı doğmuş ve bu ihtiyaç çerçevesinde mevcut projenin tadilatı ve proje koordinasyonu konusunda design grubu Ove Arup&Partners Int. Ltd.'den ve mimari tasarım konusunda ise The Jerde Partnership Int.'den hizmet alınmaktadır" denilmiştir. Yaklaşık 250,000m² büyüklüğünde bir inşaat alanında devam eden projenin önümüzdeki 5-6 yıl içerisinde tamamlanacağını düşünüyoruz. Tamamlandığında içerisinde ofis katları, alışveriş merkezleri ve konutların bulunacağı bu kompleksten elde edilecek kira gelirlerini ise modelimize dahil etmedik. Şirket'in 2003 ve 2004 yılı sonunda sırasıyla USD 21.9 ve 23.1 milyon net satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. Mevcut piyasa koşulları ve ekonomik şartları gözönüne alarak ortalama iskonto oranını %16 olarak aldık.

Halihazırdaki iskonto oranının yanısıra ekonomide yaşanacak canlanma sonrası A tipi ofislerin m² başına kira gelirlerinde bir iyileşme olacağını ayrıca pazara girebilecek çok uluslu şirketlerden kaynaklanacak yabancı sermaye girişi ile birlikte önemli miktarda ofis talebi doğabileceğini ve bunun da karlılığına olumlu yansıtacağını düşündüğümüz İş GMYO için mevcut iskonto oranını da hesaba katarak "AL" tavsiyesi veriyoruz.

TABLO: 1

İŞ GAYRİMENKUL Y.O	İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIM ANALİZİ									
(Milyar TL)	2003 T	2004 T	2005 T	2006 T	2007 T	2008 T	2009 T	2010 T	2011 T	
Net Satışlar	40,946	51,894	60,308	68,316	75,651	79,433	83,405	87,575	91,954	
-Satılan Malın Maliyeti	(8,857)	(10,993)	(13,074)	(7,332)	(6,970)	(7,013)	(7,049)	(7,077)	(7,096)	
Brüt Satış Kar-Zararı	32,089	40,901	47,235	60,985	68,681	72,421	76,357	80,499	84,858	
-Faaliyet Giderleri	(2,299)	(2,910)	(3,380)	(3,825)	(4,232)	(4,444)	(4,666)	(4,899)	(5,144)	
Esas Faaliyet Karı	29,791	37,991	43,855	57,159	64,449	67,977	71,691	75,600	79,714	
-Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Amortisman	13,361	16,701	19,708	14,847	15,292	15,751	16,223	16,710	17,211	
Kıdem Tazminatı	47	56	63	68	71	75	78	82	87	
-Vergi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+/- Çalışma Ser. Değişim	(13,623)	(21,072)	(29,217)	4,291	3,138	(908)	(852)	(790)	(722)	
Serbest Nakit Akımı	29,575	33,676	34,408	76,365	82,950	82,895	87,141	91,602	96,289	
SNA Bugünkü Değeri	29,575	29,157	23,347	42,542	37,940	31,128	26,866	23,187	20,011	
= SNA Toplam B. Değeri	281,023									
= 2012-	681,509									
= Bugünkü Değer 2012-	116,282									
- Borçlar	(29,680)									
+ Hazır Değerler+ M. Kıymetler	26,272									
= Firma Değeri(TL)	393,896									
= Firma değeri (Milyon US\$)	240.3									
Ortalama İskonto Oranı	16.0%									

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

TABLO: 2

BILANCO (milyon TL)	2000	2001	2002	2003 E	2004 E
Donen Varlıklar	9,583,118	66,895,591	85,118,732	102,082,145	170,815,068
Hazir Degerler & Menkul Deg.	4,261,793	15,587,282	26,272,780	25,940,389	85,345,896
Kisa Vadeli Alacaklar	0	167,491	117,638	227,480	288,302
Stoklar	2,708,638	48,081,570	55,498,719	71,348,749	79,394,639
Diger Donen Varlıklar	2,612,687	3,059,248	3,229,595	4,565,527	5,786,230
Duran Varlıklar	106,464,746	297,971,732	458,795,216	559,882,628	645,587,482
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar (net)	106,464,746	286,061,969	447,251,254	545,233,341	628,740,801
Diger Duran Varlıklar	0	11,909,763	11,543,962	14,649,288	16,846,681
Aktif Toplami	116,047,864	364,867,323	543,913,948	661,964,774	816,402,549
Kisa Vadeli Borclar	189,408	19,984,797	15,269,540	17,034,771	21,570,078
Finansal Borclar	0	139,315	0	0	0
Ticari Borclar	0	30,349	294,384	738,091	916,092
Borc ve Gider Karsiliklari	18,686	0	0	0	0
Diger Kisa Vadeli Borclar	170,722	19,815,133	14,975,156	16,296,680	20,653,986
Uzun Vadeli Borclar	5,846	25,417,357	14,481,826	16,413,318	172,830
Finansal Borclar	0	0	0	0	0
Ticari Borclar	0	0	0	0	0
Borc ve Gider Karsiliklari	5,846	31,106	69,906	116,638	172,830
Diger Uzun Vadeli Borclar	0	25,386,251	14,411,920	16,296,680	0
Ozkaynaklar	115,852,610	319,465,169	514,162,582	628,516,685	794,659,641
Odenmis Sermaye	91,000,000	235,690,000	235,690,000	235,690,000	235,690,000
Emisyon Primi	3,883	19,839	19,839	19,839	19,839
Yeniden Degerleme Deg. Artisi	21,260,114	62,704,283	226,729,839	298,245,331	411,418,675
Yedekler	113,724	587,573	21,051,046	51,722,904	94,561,515
Net Kar	3,474,889	20,463,474	30,671,858	42,838,611	52,969,612
Pasif Toplami	116,047,864	364,867,323	543,913,948	661,964,774	816,402,549

GELIR TABLOSU (Milyon TL)	2000	2001	2002	2003 E	2004 E
Yurtici Satislari	5,052,859	24,151,491	31,618,291	40,946,433	51,894,438
Yurtdisi Satislari	0	0	0	0	0
Brut Satislari	5,052,859	24,151,491	31,618,291	40,946,433	51,894,438
Indirimler	0	0	0	0	0
Net Satislari	5,052,859	24,151,491	31,618,291	40,946,433	51,894,438
Satislari Maliyeti	0	0	(6,780,554)	(8,857,086)	-10,993,104
Brut Kar	5,052,859	24,151,491	24,837,737	32,089,347	40,901,334
Faaliyet Giderleri	(2,967,484)	(8,255,233)	(1,867,521)	(2,298,785)	-2,910,386
E. Faaliyet Kari	2,085,375	15,896,258	22,970,216	29,790,561	37,990,947
Diger Faaliyet Gelirleri (net)	1,304,477	4,582,216	7,698,784	13,048,050	14,978,664
Finansman Giderleri	0	0	0	0	0
Faaliyet Kari	3,389,852	20,478,474	30,669,000	42,838,611	52,969,612
Olaganustu Gelirler (net)	85,037	(15,000)	2,858	0	0
Donem Kari (Zarari)	3,474,889	20,463,474	30,671,858	42,838,611	52,969,612
Odenecek Vergi & Yasal Yukum.	0	0	0	0	0
Net Donem Kari (Zarari)	3,474,889	20,463,474	30,671,858	42,838,611	52,969,612

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

TABLO 3:

BILANCO (milyon US\$)	2000	2001	2002	2003 E	2004 E
Donen Varliklar	14.2	46.2	51.7	48.8	71.0
Hazir Degerler & Menkul Deg.	6.3	10.8	15.9	12.4	35.5
Kisa Vadeli Alacaklar	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Stoklar	4.0	33.2	33.7	34.1	33.0
Diger Donen Varliklar	3.9	2.1	2.0	2.2	2.4
Duran Varliklar	158.1	206.0	278.5	267.8	268.5
Finansal Duran Varliklar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uzun Vadeli Alacaklar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Maddi Duran Varliklar (net)	158.1	197.8	271.4	260.8	261.5
Diger Duran Varliklar	0.0	8.2	7.0	7.0	7.0
Aktif Toplami	172.4	252.2	330.1	316.6	339.5
Kisa Vadeli Borclar	0.3	13.8	9.3	8.1	9.0
Finansal Borclar	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Ticari Borclar	0.0	0.0	0.2	0.4	0.4
Borc ve Gider Karsiliklari	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Diger Kisa Vadeli Borclar	0.3	13.7	9.1	7.8	8.6
Uzun Vadeli Borclar	0.0	17.6	8.8	7.8	0.1
Finansal Borclar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ticari Borclar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Borc ve Gider Karsiliklari	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Diger Uzun Vadeli Borclar	0.0	17.6	8.7	7.8	0.0
Ozkaynaklar	172.5	223.3	313.7	303.0	332.0
Odenmis Sermaye	135.2	162.9	143.0	112.7	98.0
Emisyon Primi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Yeniden Degerleme Deg. Artisi	31.6	43.3	137.6	142.6	171.1
Yedekler	0.2	0.4	12.8	24.7	39.3
Net Kar	5.5	16.6	20.3	22.9	23.6
Kur Farki	-0.4	-2.5	-1.7	-2.4	-1.6
Pasif Toplami	172.4	252.2	330.1	316.6	339.5
GELIR TABLOSU (Milyon US\$)	2000	2001	2002	2003 E	2004 E
Yurtici Satislar	8.1	19.6	20.9	21.9	23.1
Yurtdisi Satislar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Brut Satislar	8.1	19.6	20.9	21.9	23.1
Indirimler	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Satislar	8.1	19.6	20.9	21.9	23.1
Satislarin Maliyeti	0.0	0.0	(4.5)	(4.7)	(4.9)
Brut Kar	8.1	19.6	16.4	17.2	18.2
Faaliyet Giderleri	(4.7)	(6.7)	(1.2)	(1.2)	(1.3)
E Faaliyet Kari	3.3	12.9	15.2	15.9	16.9
Diger Faaliyet Gelirleri (net)	2.1	3.7	5.1	7.0	6.7
Finansman Giderleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Faaliyet Kari	5.4	16.6	20.3	22.9	23.6
Olaganustu Gelirler (net)	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Donem Kari (Zarari)	5.5	16.6	20.3	22.9	23.6
Odenecek Vergi & Yasal Yukum.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Donem Kari (Zarari)	5.5	16.6	20.3	22.9	23.6

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

TABLO: 4

İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.'NİN PORTFÖY TABLOSU						
PORTFÖYDE YER ALAN VARLIKLARIN TÜRÜ	SATIN ALIŞ TARİHİ	ALİŞ MALİYETİ (mIn TL)	ALİŞ MALİYETİ (mIn US\$)	PORTFÖY DEĞERİ (mIn TL)	PORTFÖY DEĞERİ (mIn US\$)	TOPLAM İÇİNDEKİ ORANLAR %
1 GAYRİMENKULLER						
Arsalar		2,702,020	8.6	2,285,000	1.4	0.48%
Arsa 1, İstanbul, Beşiktaş I.Bölge, Rumelihisarı, 7.613 m ²	28.12.1998	2,702,020	8.6	2,285,000		0.48%
Binalar-Konutlar		183,605,378	170.4	414,235,000	251.4	86.35%
Ankara İş Kulesi , Ofis Katları, A, B ve C Blok, Ankara, 26.488 m ²	25.12.1998	21,682,500	68.9	82,990,000	50.4	17.3%
İstanbul İş Kuleleri Kompleksi		31,914,321	101.4	180,380,000	109.5	37.6%
İş Kuleleri, KULE-2, Ofis Katları, 34 Kat, 4. Levent, 28.135 m ²	28.12.1998			80,430,000	48.8	16.8%
İş Kuleleri, KULE-3, Ofis Katları, 34 Kat, 4. Levent, 28,514 m ²	28.12.1998			78,460,000	47.6	16.4%
İş Kuleleri, Alışveriş Merkezi, 48 adet mağaza, 4. Levent, 6.675 m ²	28.12.1998			14,170,000	8.6	3.0%
İş Kuleleri, Ticari Otopark, 500 Araç, 4. Levent	28.12.1998			7,320,000	4.4	1.5%
Maslak Binası , Ofis Katları, 17 Kat, Ayazağa, İstanbul	14.05.2001	24,517,350	21.3	30,500,000	18.5	6.4%
Tatilya Eğlence Merkezi , Eğlence üniteleri, Otopark, TV Stüdyosu binası, Büyükçekmece	28.06.2001	60,785,307	47.7	70,275,000	42.7	14.6%
Seven Seas Oteli , Antalya, 52.699 m ²	28.06.2001	38,214,780	30.0	42,660,000	25.9	8.9%
Solaris Plaza , 6 katlı iş merkezi 30 Adet Bağımsız Bölüm, Marmaris	28.06.2001	6,491,120	5.1	7,430,000	4.5	1.5%
Gayrimenkul Projeleri		22,660,166		42,200,000	25.6	8.8%
İstanbul Kanyon Pojesi : Konut, Ofis, Sinema, Otopark, 4. Levent	01.24.2001	22,660,166	33.4	42,200,000	25.6	8.8%
2 MENKUL KIYMETLER				20,995,050	12.7	4.4%
Yatırım Fonu Katılma Belgesi				335,159	0.2	0.1%
Repo-Ters Repo				1,163,356	0.7	0.2%
Hazine Bonosu				19,401,541	11.8	4.0%
Hisse Senedi				94,994	0.1	0.0%
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ				479,715,050	291.2	
Hazır Değerler				5,274,644	3.2	
Alacaklar				117,638	0.1	
Borçlar				-29,751,369	-18.1	
Diğer Aktifler				3,692,414	2.2	
NET AKTİF DEĞER				459,048,377	278.6	
PAY SAYISI				235,690,000,000		
PAYBAŞI NET AKTİF DEĞERİ				1,948		
Şuanki Hisse Değeri				790		
İskonto/Prim				-59.4%		

TABLO: 5

GMYO ŞİRKETLERİNİN NET AKTİF DEĞERLERİ (31/12/2002)

TL/US\$ 1,639,065	Hisse Başına Net Aktif Değeri (TL)			Milyon Dolar		Ortalama İskonto/Prim (2001-bugün)
	Fiyat	Net Aktif Değer	İskonto(-) / Prim(+)	Piyasa Değeri	Net Aktif Değeri	
Alarko GYO	12,250	35,213	-65%	26.6	76.6	-52%
Atakule GYO **	340	1,548	-78%	13.1	59.5	-68%
EGS GYO	250	3,377	-93%	7.6	103.0	-83%
Vakıf GYO	1,875	6,905	-73%	5.7	21.1	-57%
Ihlas GYO	1,525	1,594	-4%	8.2	8.6	-56%
İs GYO	790	1,948	-59%	113.6	280.1	6%
Nurol GYO	1,150	2,176	-47%	7.0	13.3	15%
Garanti GYO	720	3,138	-77%	10.2	44.5	-67%
Yapı Kredi GYO	780	2,172	-64%	19.0	53.0	-66%

(Milyon TL)

	Ödenmiş Sermaye	Toplam Porföy Değeri	Nakit	Alacaklar	Borçlar	Net Aktif Değer
Alarko GYO	3,565,000	19,757,531	105,824,147	1,127,373	1,413,586	125,532,904
Atakule GYO	63,000,000	97,236,854	359,742	162,413	512,906	97,508,344
EGS GYO	49,999,125	212,048,038	491,615	34,435,454	78,508,702	168,830,889
Vakıf GYO	5,000,303	34,341,027	1,019	16,224	124,853	34,527,520
Ihlas GYO	8,824,500	12,620,859	236,812	1,174,420	99,844	14,070,478
İs GYO	235,690,000	479,715,050	5,274,644	117,638	29,751,369	459,048,377
Nurol GYO	10,000,000	35,254,638	218,536	66,459	13,969,777	21,758,312
Garanti GYO	23,250,000	72,179,388	1,328	3,277	46,656	72,953,949
Yapı Kredi GYO	40,000,000	70,025,918	8,313,239	6,622,103	1,820,512	86,894,355

** Atakule GMYO'nun iskontosunu halka arz tarihi olan 02/14/2002 tarihinden itibaren hesaplanmıştır.

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

İŞ GMYO portföyü

İş Kuleleri (Kule-2, Kule-3, Kule Çarşısı)

İstanbul İş Kuleleri Kompleksi, herbiri toplam 34 ve kiralanabilir 27'şer kattan oluşan iki ofis kulesi ve toplam 24 mağazanın yer aldığı Kule Çarşısı'dan oluşmaktadır. Binaların toplam kiralanabilir alanı 63,324 m² olup, 2001 yılı içerisinde tam doluluk oranına ulaşılmış ve ofisler ortalama 5 yıl süre ile kiraya verilmiştir. Ofis kiracıları arasında İş Bankası Grup Şirketlerinin yanısıra Reuters, EMC, IFC ve Accenture gibi firmalar bulunmaktadır. İş Kuleleri Çarşısı'nda bulunan 24 adet mağazanın tamamı kiraya verilmiştir. Ayrıca İş kulelerinin içerisinde 491 araç kapasiteli otopark bulunmaktadır ve 2001 yılı içinde buradan gelir elde edilmeye başlanmıştır.

Satın Alındığı Tarih	28/12/1998
Maliyet Bedeli	31,914,321 (milyon TL)
Ana Kiracılar	İş Bankası Grup Şirketleri ve yanısıra Reuters, EMC, IFC ve Accenture
Toplam Alan	56,649 m ²
Yılsonu Ekspertiz Değeri	180,380,000 (milyon TL)

Ankara İş Kulesi

Ankara İş Kulesi 3 blok ve toplam 29 kattan oluşmaktadır. Önceleri Türkiye İş Bankası'na "Genel Müdürlük" olarak hizmet veren binanın kiracıları arasında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ile İş Bankası bulunmaktadır.

Satın Alındığı Tarih	25/12/1998
Maliyet Bedeli	21,682,500 (milyon TL)
Ana Kiracılar	BDDK ve İş Bankası'na kiralanmış
Toplam Alan	26,488 m ²
Yılsonu Ekspertiz Değeri	82,990,000 (milyon TL)

İŞ GMYO-Eczacıbaşı Ortak Projesi

Yarısı İş Bankası GMYO'ya ait İstanbul, Şişli'de bulunan toplam 29,427 m² arsa üzerinde gerçekleştirilmesi planlanan proje Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile müşterek olarak gerçekleştirilecektir. Gayrimenkul projesi geliştirmek üzere 24 Ocak 2001 tarihinde alınan Levent'teki arsa üzerinde mevcut inşaat ruhsatı gereği kazı ve iksa çalışmalarına devam edilmektedir. Değişen ekonomik koşullar ve trendlere bağlı olarak projenin revize edilmesi ihtiyacı doğmuş ve bu ihtiyaç çerçevesinde mevcut projenin tadilatı ve proje koordinasyonu konusunda design grubu Ove Arup&Partners Int. Ltd.'den ve mimari tasarım konusunda ise The Jerde Partnership Int.'den hizmet alınmaya başlanmıştır.

Kasım 2002 itibarıyla Projenin kaba inşaat işleri, ihale yoluyla Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.'ne yaptırılmasına karar verilmiştir. İhale bedeli 35.5 trilyon TL olup ihale bedelinin yarısının inşaat süresince ödenecek hakedişlerle Şirket tarafından karşılanmasına, diğer yarısının ise EİS Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş tarafından ödenmesine karar verilmiştir.

Satın Alındığı Tarih	24/01/2001
Maliyet Bedeli	22,660,166 (milyon TL)
Toplam Alan	14,713 m ²
Yılsonu Ekspertiz Değeri	42,200,000 (milyon TL)

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

Maslak Binası

İstanbul Şişli İlçesi'nde bulunan toplam 12 kattan oluşan bina, Petrol Ofisi A.Ş. tarafından beş yılına kiralanmıştır. Binada ayrıca İş Bankası Maslak Şubesi kiracı olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

Satın Alındığı Tarih	14/05/2001
Maliyet Bedeli	24,517,350 (milyon TL)
Ana Kiracılar	Petrol Ofisi, İş Bankası Maslak Şubesi
Toplam Alan	12,904 m ²
Yılsonu Ekspertiz Değeri	30,500,000 (milyon TL)

Tatilya Eğlence Merkezi

Türkiye'nin ilk, Avrupa'nın en büyük ve dünyanın da dördüncü büyük kapalı eğlence parkı olan Tatilya Eğlence Merkezi, eğlence ünitelerinin yer aldığı Tatilya binası, kapalı otopark, stüdyo binası ve komşu parsellerden oluşmaktadır. Tatilya, açıldığı 1996 yılından buyana her yıl ortalama yaklaşık 600,000 kişi tarafından ziyaret edilmektedir. Şirket, Tatilya ile birlikte portföye alımı gerçekleştirilen yaklaşık 50,000 m² büyüklüğündeki komşu parseller üzerinde proje geliştirme çalışmalarına devam etmektedir.

Satın Alındığı Tarih	28/06/2001
Maliyet Bedeli	60,785,307 (milyon TL)
Toplam Alan	50,309 m ²
Yılsonu Ekspertiz Değeri	70,275,000 (milyon TL)

Seven Seas Oteli

Seven Seas, Antalya Manavgat İlçesi'nde bulunan 5 yıldızlı bir tesis olup, toplam 358 oda ve 782 yatak kapasitesine sahiptir. Otel, Magic Life tarafından işletilmektedir.

Satın Alındığı Tarih	28/06/2001
Maliyet Bedeli	38,214,780 (milyon TL)
Toplam Alan	52,699 m ²
Yılsonu Ekspertiz Değeri	42,660,000 (milyon TL)

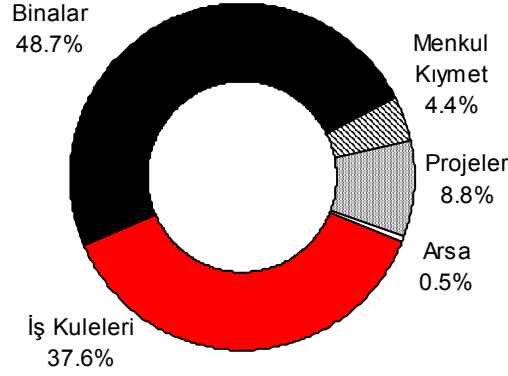
Solaris Plaza Alışveriş Merkezi

Muğla Marmaris'te bulunan Solaris Plaza Alışveriş Merkezi, toplam 30 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır. Temmuz 2001'de hizmete açılan Solaris Plaza, Marmaris'in en büyük İş Bankası Şubesi, Marmaris'in tek sineması ve Mudo Mağazalarını içinde bulundurmaktadır. Kiralama çalışmaları devam etmektedir.

Satın Alındığı Tarih	28/06/2001
Maliyet Bedeli	6,491,120 (milyon TL)
Toplam Alan	1,116 m ²
Yılsonu Ekspertiz Değeri	7,430,000 (milyon TL)

İŞ GMYO 2002 Sonuçları

Portföy Dağılımı



Kaynak : Şirket

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılır. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.Ş.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilirler ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2003 Strateji Menkul Değerler A.Ş.

Tüm hakları saklıdır, Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.